

DOSSIER 1 : TABLEAU DE FLUX ET DIAGNOSTIC FINANCIER

1. Définir l'objectif des tableaux de flux de trésorerie :

Ils permettent :

- de déterminer la variation (totale et par fonction) de la trésorerie d'un exercice ;
- de comprendre comment une entreprise dégage de la trésorerie et ce qu'elle en fait ;
- d'établir un diagnostic sur la situation de l'entreprise, en complément d'autres analyses ;
- de voir si l'entreprise a gagné assez d'argent grâce à son activité pour financer ses investissements ;
- de mettre en évidence les choix stratégiques de l'entreprise (croissance interne, croissance externe, recentrage...);
- de comprendre les arbitrages financiers : autofinancement, apports en capital, endettement, désendettement.

2. Signification et intérêt du calcul :

- du résultat brut d'exploitation

Le résultat brut d'exploitation est un solde non défini par le PCG et qui peut être assimilé à une trésorerie potentielle qui est ensuite corrigée des décalages liés au cycle d'exploitation uniquement (Variations du BFRE) pour obtenir le flux net de trésorerie d'exploitation.

- du flux net de trésorerie d'exploitation

Le flux net de trésorerie d'exploitation renseigne sur la capacité de l'entreprise à générer de la trésorerie uniquement grâce à ses opérations d'exploitation.

Ces deux calculs intermédiaires permettant chacun de répondre à des impératifs différents

- du flux net de trésorerie généré par l'activité

Pour obtenir ensuite le flux net de trésorerie généré par l'activité, le flux net de trésorerie d'exploitation est ensuite corrigé des autres encaissements et décaissements liés à l'activité. (Charges financières et exceptionnelles décaissées et produits financiers et exceptionnels encaissés) corrigés de leurs propres décalages.

3. Elaborer le tableau de flux de trésorerie de l'OEC et commenter brièvement les résultats

TABLEAU DES FLUX DE TRÉSORERIE DE L'OEC À PARTIR DU RÉSULTAT D'EXPLOITATION

Flux de trésorerie liés à l'activité	
RESULTAT D'EXPLOITATION	-106 341
<i>Élimination des charges et produits sans incidence sur la trésorerie ou non liés à l'activité :</i>	
• Amortissements, dépréciations et provisions (1)	36 646
• Transferts de charges au compte de charges à répartir	
Résultat brut d'exploitation	-69 695
• Moins : variation du besoin en fonds de roulement d'exploitation	
Stocks	134 781
Créances d'exploitation	-158 294
Dettes d'exploitation	124 830
Flux net de trésorerie d'exploitation	31 622
<i>Autres encaissements et décaissements liés à l'activité :</i>	
• Charges financières	-22 249
• Produits financiers	15
• Impôt sur les sociétés, hors impôt sur les plus-values de cession	-3 750
• Charges et produits exceptionnels liés à l'activité	92 941
• Autres créances liées à l'activité	61 789
• Autres dettes liées à l'activité	-14 202
Flux net de trésorerie généré par l'activité	146 166
Flux de trésorerie liés aux opérations d'investissement	
Acquisitions d'immobilisations	-10 350
Cessions d'immobilisations nettes d'impôts	
Réduction d'immobilisations financières	
Variation des dettes et créances sur immobilisations	
Flux de trésorerie lié aux opérations d'investissement	-10 350
Flux de trésorerie liés aux opérations de financement	
Dividendes versés	
Incidence des variations de capital	
Émission d'emprunts	
Remboursements d'emprunts	-198 650
Subventions d'investissements reçues	
Flux net de trésorerie lié aux opérations de financement	-198 650
Variation de trésorerie	-62 834
Trésorerie d'ouverture	385 531
Trésorerie de clôture	322 697

Détail des calculs

Amortissements, dépréciations et provisions

+ Dotations aux amortissements d'exploitation	19 583
+ Dotations aux provisions	17 063
(-) Reprises sur amortissements, dépréciations et provisions	(67 671)
(+) Reprises sur dépréciations sur actifs circulants	67 671
total	36 646

Stocks (en valeurs nettes)	N	N-1	Variation
Total	305 310	440 091	-134 781

Variation des créances d'exploitation (en valeurs nettes)

	N	N-1	Variation
Avances et acomptes versés sur commandes	169 067	128 648	
Clients	933 571	838 907	
Charges constatées d'avance	33 294	10 083	
total	1 135 932	977 638	158 294

Variation des dettes d'exploitation

	N	N-1	Variation
Avances et acomptes reçus sur commandes	311 934	591	
Dettes fournisseurs	735 977	910 818	
Dettes fiscales et sociales	151 274	176 634	
Produits constatés d'avance	38 076	24 388	
total	1 237 261	1 112 431	124 830

Variations des autres postes de créances et de dettes liées à l'activité

Créances	N	N-1	Variation
Créances diverses	43 337	105126	
total	43 337	105126	-61 789

Dettes	N	N-1	Variation
Autres dettes diverses	8 723	22 925	
total	8 723	22 925	-14 202

Analyse trésorerie	N	N-1	Variation
Trésorerie actif			
VMP (en valeurs nettes)	79 439		
Disponibilités	246 228	387 649	
	325 667	387 649	-61 982
Trésorerie passive			
Soldes créditeurs de banque " momentanés"	2 970	2 118	2 300
Trésorerie nette	322 697	385 531	-62 834

Commentaire :

Le CA est en hausse d'environ 6 % et le résultat net (toujours négatif) s'améliore très nettement. La perte antérieure a été réduite de 97 % cette année. Le résultat brut d'exploitation est négatif mais le flux de trésorerie d'exploitation est positif grâce aux stocks (- 27 %) et aux dettes d'exploitation (+17 %). Les opérations hors exploitation ont eu un impact important sur le flux de trésorerie d'activité.

L'investissement consomme 1/3 du flux net de trésorerie d'exploitation et 7 % du flux de trésorerie d'activité.

Cette entreprise s'est fortement désinvestie en immobilisations incorporelles (concessions, brevets...) et n'assure pas le renouvellement de ses immobilisations corporelles ce qui peut compromettre son avenir. L'entreprise se désendette dans des proportions importantes (- 23 % des dettes de début d'année) ce qui diminuera à l'avenir ses charges d'intérêt. C'est appréciable car même si actuellement le poids moyen des intérêts est faible elle ne peut bénéficier de l'effet de levier financier. La trésorerie s'est détériorée durant l'exercice, tout en restant largement positive.

Il s'agit d'une entreprise qui a pris semble-t-il les mesures qui s'imposent pour redresser une situation compromise mais qui doit rester vigilante car le poste clients a augmenté.

Première partie - Coût du capital**1. Coût (net d'IS) des capitaux empruntés :**

Taux moyen d'intérêt = $240\,000 / 4\,000\,000 = 6\%$

Coût net d'IS = $6\% \times 2/3 = 4\%$

2. Coût des capitaux propres (selon MEDAF) :

Ce coût s'élève à $= 3,6\% + 1,4(9,6\% - 3,6\%) = 12\%$

3. Signification du coefficient Bêta dans le MEDAF

Le coefficient Bêta dans le MEDAF représente la sensibilité de l'action par rapport à l'indice de référence (du marché action). Le bêta mesure donc la volatilité du titre par rapport à l'évolution globale du marché.

Ainsi un titre qui a un bêta supérieur à 1 sera plus réactif que le marché et un titre qui a un bêta inférieur à 1 sera moins sensible aux variations du marché.

4. Coût du capital pour la société NAVARINO

$12\% \times 6/(6+4) + 4\% \times 4/(6+4) = 7,2 + 1,6 = 8,8\%$

5. A quelles conditions le coût du capital peut-il être utilisé comme taux d'actualisation ?

- Si l'investissement présente le même niveau de risque que le risque actuel.
- Si le projet ne modifie pas le niveau d'endettement de l'entreprise et donc son risque financier.

Deuxième partie - Décision d'investissement**1. Flux nets de trésorerie générés par l'investissement A.**

Dates	Début 2006	Fin 2006	Fin 2007	Fin 2008	Fin 2009	Fin 2010
CAHT supplémentaire		150 000	210 000	240 000	240 000	180 000
Marge sur charges variables		90 000	126 000	144 000	144 000	108 000
CF d'exploitation décaissables		- 13 000	- 13 000	- 13 000	- 13 000	- 13 000
EBE		77 000	113 000	131 000	131 000	95 000
Dotations aux amortissements		- 80 000	- 80 000	- 80 000	- 80 000	- 80 000
Résultat d'exploitation		- 3 000	33 000	51 000	51 000	15 000
Impôts sur les bénéfices		+ 1 000 (1)	- 11 000	- 17 000	- 17 000	- 5 000
Flux de fonds sur exploitation (ou EBE – IS)		78 000	102 000	114 000	114 000	90 000
Variation du BFRE	- 25 000	- 10 000	- 5 000	-	+ 10 000	
Récupération du BFRE						+ 30 000
Investissement	- 400 000					
Flux de trésorerie sur exploitation	- 425 000	68 000	97 000	114 000	124 000	120 000

(1) Economie d'IS

2. Signification :**- de la VAN ou valeur actualisée nette**

La VAN est la différence entre la valeur actualisée des cash-flows prévus et le montant du capital engagé dans le projet.

- du TRI ou taux de rentabilité interne

Le TRI est le taux pour lequel la VAN est nulle.

3. Détermination de la VAN et du TRI du projet et commentaire des résultats obtenus

a. Calcul de la VAN et du TRI du projet

$$\text{VAN} = -425\,000 + 68\,000 \times 1,09^{-1} + 97\,000 \times 1,09^{-2} + 114\,000 \times 1,09^{-3} + 124\,000 \times 1,09^{-4} + 120\,000 \times 1,09^{-5} = -27\,106$$

$$\text{TIR} = \text{taux pour lequel } 0 = -425\,000 + 68\,000 \times (1+t)^{-1} + 97\,000 \times (1+t)^{-2} + 114\,000 \times (1+t)^{-3} + 124\,000 \times (1+t)^{-4} + 120\,000 \times (1+t)^{-5}$$

$$\text{TIR} = 6,72\%$$

b. Commentaire

La VAN est négative. Cela signifie que le taux de rentabilité effectif de l'investissement A est inférieur au minimum exigé. Il n'est donc pas intéressant de réaliser cet investissement dont la rentabilité ne couvre pas le coût des capitaux investis.

Le TRI est de 6,72%. Il est logiquement inférieur au taux d'actualisation.

4. Autres critères financiers de choix d'investissement et intérêt

Critère 1 : DRC : délai de récupération du capital investi

Méthode permettant de déterminer en combien de temps sera récupéré le capital investi pour chaque projet susceptible d'être réalisé. Le projet retenu sera celui pour lequel le temps sera le plus court.

Intérêt : Calcul rapide à effectuer avec recours à l'actualisation est envisageable

Critère 2 : Indice de profitabilité et taux de profitabilité

Indice de profitabilité : $(\text{Investissement} + \text{VAN}) / \text{Investissement}$

Taux de profitabilité = $\text{VAN} / \text{Investissement}$

Méthode permettant de comparer la rentabilité des investissements d'importance et de durée de vie très différentes.

Intérêt : Calcul relativement rapide à effectuer dans le prolongement de la VAN. Le projet dont l'indice est le plus élevé est celui qui assure la meilleure rentabilité. Le raisonnement exprime un résultat en valeur relative ce qui permet de neutraliser les différences de valeurs entre les investissements à réaliser.

Critère 3 : Critères globaux

Méthode reposant sur l'utilisation d'un taux de placement pour les CAF dégagées chaque année qui sont capitalisées jusqu'à la fin du projet étudié. C'est cette somme capitalisée qui est ensuite actualisée au coût du capital et comparée au capital investi.

De même que pour les critères simples on peut calculer :

VAN global

TIR global

IPG (indice de profitabilité global)

Intérêt : Ils sont utilisés pour départager les critères simples lorsqu'ils sont discordants.

Troisième partie - Décision du financement

1. Coût ou taux actuariel de l'emprunt

Coût du financement par emprunt (technique de l'emprunt équivalent)

	Début 2006	Fin 2006	Fin 2007	Fin 2008	Fin 2009	Fin 2010
Remboursements		-48 000	-48 000	-48 000	-48 000	-48 000
Intérêts		-14 400	-11 520	-8 640	-5 760	-2 880
Eco d'IS/intérêts		4 800	3 840	2 880	1 920	960
Emprunt	240 000					
Flux trésorerie sur emprunt	240 000	-57 600	-55 680	-53 760	-51 840	-49 920

Taux actuariel = taux pour lequel $0 = 240\,000 - 57\,600 \times (1+t)^{-1} - 55\,680 \times (1+t)^{-2} - 53\,760 \times (1+t)^{-3} - 51\,840 \times (1+t)^{-4} - 49\,920 \times (1+t)^{-5}$

Taux actuariel = 4%

Remarque : taux actuariel = taux nominal $\times (1 - \text{taux d'IS}) = 6\% \times 2/3 = 4\%$

2. Coût ou taux actuariel du crédit-bail

DATES	Début 2006	Fin 2006	Fin 2007	Fin 2008	Fin 2009	Fin 2010
Loyers de CB	-75 000	-75 000	-75 000			
Eco d'IS / loyers		25 000	25 000	25 000		
Perte d'éco d'IS sur dot amort		-16 000	-16 000	-16 000	-16 000	-16 000
Option de rachat				-60 000		
Economie d'IS sur dotations amts					10 000	10 000
Montant économisé	240 000					
Flux trésorerie sur crédit-bail	165 000	-66 000	-66 000	-51 000	-6 000	-6 000

Taux actuariel = taux pour lequel $165\,000 = -66\,000 \times (1+t)^{-1} - 66\,000 \times (1+t)^{-2} - 51\,000 \times (1+t)^{-3} - 6\,000 \times (1+t)^{-4} - 6\,000 \times (1+t)^{-5}$

Taux actuariel = 8,55%

3. Calcul des flux nets de trésorerie et calcul du TRI

	début 2007	fin 2007	2008	2009	2010	2011
Flux nets de trésorerie sur exploitation		148 000,00	162 000,00	188 000,00	182 000	174 000
Flux nets de trésorerie sur emprunts	240 000,00	-57 600,00	-55 680,00	-53 760,00	-51 840,00	-49 920,00
capital investi	-600 000,00					
Reprise du BFR						30 000,00
Flux nets de trésorerie du projet	-360 000,00	90 400,00	106 320,00	134 240,00	130 160,00	154 080,00
TRI ajusté		19,02 %				

4. Justification de l'intérêt du recours à l'emprunt

En recourant à l'emprunt la société bénéficie d'un effet de levier favorable en améliorant le taux de rentabilité.

TRI avant financement = 12,62 % et TRI après financement => 19,02 %

Première partie -Couverture du portefeuille d'obligations

1. Risque encouru par la société Taxima

Le risque encouru par la société Taxima repose sur la crainte de voir le cours des obligations à taux fixe baisser. Le cours des obligations détenues baissera si les taux sur le marché financier ont tendance à monter.

2. Position à prendre sur le contrat Bund.

Il faut vendre à terme des contrats Bund 10 ans pour se couvrir contre la baisse des cours.

3. Intérêt d'une telle couverture

L'entreprise est ainsi couverte. En cas de hausse des taux, la baisse de valeur du portefeuille sera compensée par le gain réalisé sur la couverture.

4. Raison conduisant la BNP à exiger un dépôt de garantie

Le dépôt de garantie est exigé pour assurer la sécurité des transactions. Le dépôt doit être maintenu dans son intégralité grâce aux appels de marge.

5. Calcul des marges quotidiennes

Date	Perte potentielle de l'opérateur	Gain potentiel de l'opérateur	Dépôt Appel de marge	En compte
1/07			12 800	12 800
2/7		$(113,25 - 112,98) \times 8 \times 100\,000$ 100 = 2 160		14 960
3/7	$(112,98 - 113,05) \times 8 \times 100\,000$ 100 = -560			14 400
4/7		$(113,05 - 112,89) \times 8 \times 100\,000$ 100 = 1 280		15 680
5/7	$(112,89 - 113,28) \times 8 \times 100\,000$ 100 = -3 120		240	12 800
6/7	$(113,28 - 113,41) \times 8 \times 100\,000$ 100 = - 1 040		1 040	12800

6. Indiquer quel serait le résultat sur contrats si la société Taxima liquidait sa position le 6 juillet 2007. Indiquer deux méthodes de calcul

• Calcul direct = $\frac{(113,25 - 113,41) \times 8 \times 100\,000}{100} = - 1\,280$ (perte)

• Somme des appels de marge = $1\,040 + 240 = 1\,280$ (perte)

• Somme des pertes et des gains potentiels
+ 2160 - 560 + 1280 - 3120 - 1040 = 1 280 (perte)

7. Résultat de la couverture en cas de dénouement le 23 septembre par opération de sens inverse au cours de 112,42.

$(113,25 - 112,42) \% \times 8 \times 100\,000 = 6\,640 \text{ € (Gain)}$

8. Indiquer si la couverture a été efficace

Le contrat BUND a diminué, les taux d'intérêt ont augmenté. La baisse de la valeur du portefeuille sera compensée par le gain sur la couverture.

Deuxième partie - Couverture de l'emprunt à taux variable

1. Risque encouru par la société Taxima

La société TAXIMA est confrontée à un risque de taux. Elle court donc le risque de voir le taux de référence du marché s'élever.

2. Instruments financiers dont dispose la société Taxima pour se couvrir contre ce risque

Pour se couvrir contre un risque de taux elle peut notamment :

- souscrire un CAP
- souscrire un COLLAR emprunteur (achat d'un CAP et vente d'un FLOOR)
- recourir à un SWAP de taux (échange d'un taux variable contre un taux fixe)
- vente de contrats à terme ferme
- achat d'option de vente

3. Caractéristiques d'un CAP

- C'est un contrat de gré à gré, le plus souvent proposé par un établissement financier.
- Un taux plafond (CAP) est retenu. Si le taux variable servant de référence s'élève au-dessus du plafond défini l'établissement financier reversera le différentiel d'intérêt à l'entreprise.
- Une prime exprimée en pourcentage du montant de l'emprunt par l'entreprise est à verser par l'entreprise au début de chaque année.